

Koplopers en achterblijvers in de bedrijvenwereld

Waarin zit het onderscheid tussen een bedrijf dat zich voorspoedig ontwikkelt en een achterblijvend bedrijf? In de managementliteratuur, vooral in de Verenigde Staten, is de laatste jaren veel aandacht besteed aan deze vraag. Het antwoord wordt wel gezocht in factoren als 'bedrijfscultuur'. Beschouwingen hierover hebben echter het bezwaar dat 'bedrijfscultuur' een tamelijk vaag en onmeetbaar begrip is. Hierdoor is het erg verleidelijk de 'cultuur van succesvolle bedrijven bij voorbaat 'goed' te verklaren, waarna die van de zwakkere wel veel te wensen zal overlaten.

In dit artikel 1) is ernaar gestreefd het onderscheid te maken op grond van harde cijfers. Hiertoe is een bestand gevormd van zestig toonaangevende Nederlandse ondernemingen, gespreid over dertig branches. Dit bestand is uitgesplitst in 'tweelingen', telkens twee bedrijven die zich aan het begin van de bestudeerde periode, in de jaren 1970-1972, in een redelijk gelijke positie bevonden qua financiële kengetallen en afzetmarkten. Vervolgens is, aan de hand van de gepubliceerde cijfers, de gang van zaken bij deze bedrijvenparen gevolgd tot en met 1985.

DR. A. VAN DER ZWAN*

In de inleiding tot de bundel die in 1985 verscheen ter gelegenheid van het veertigjarig bestaan van De Nationale Investeringsbank, schreven wij: „Juist nu de Nederlandse economie herstellende is van de diepste crisis die haar na de oorlog getroffen heeft, leek het de initiatiefnemers van de bundel een goede gedachte om de relaties tussen investeren, winst en werkgelegenheid opnieuw aan de orde te stellen. Zij hopen daarmee een bijdrage te leveren aan de opinievorming op dit punt in Nederland. Het is de afgelopen jaren immers duidelijk geworden, dat de sleutel tot 'herstel van 's Rijks welvaart' bij de investeringen moet worden gezocht. Tevens is gebleken, dat onze kennis van het investeringsgedrag, zowel theoretisch als empirisch, nog veel te wensen over laat” 2). Het is op dit punt dat wij de draad hebben opgepakt en de traditie van de laatste jaren hebben voortgezet om als Investeringsbank mede op basis van eigen onderzoek een nationaal symposium te organiseren over een belangwekkend economisch probleem.

De lacune in de kennis van het investeringsgedrag – zoveel is duidelijk – ligt op het micro-vlak. Op macro-niveau is veel onderzocht, maar studie van uitgaven en bestedingen op dit sterk geaggregeerde niveau kan geen goed licht werpen op één van de belangwekkendste aspecten van het investeringsgedrag, namelijk de kwaliteit van investeringen, met andere woorden de bedrijfs-economische effectiviteit ervan. De effectiviteit van het investeringsgedrag blijkt nu het kernthema te vormen van de recent door ons ingestelde studie onder Nederlandse bedrijven, zonder er overigens vooraf te zijn ingelegd; intengendeel, deze thematiek komt dwingend uit de studie naar voren.

De vragen die bij de opzet van de studie voorop stonden, waren open van aard: hoe algemeen is het verschijnsel van koplopers en achterblijvers en wat zijn de achtergron-

den van dat verschil? Over het onderscheid tussen koplopers en achterblijvers is in de managementliteratuur veel gefilosofeerd en gespeculeerd; aan opinies is in feite geen gebrek, wel aan empirisch gefundeerde inzichten.

Met ons onderzoek onder zestig Nederlandse bedrijven hebben wij ingespeeld op deze schaarste. Lezers van de brochure waarin verslag wordt gedaan van dit onderzoek, geven wel als hun reactie dat de verslaggeving bijna klinisch aandoet. Voor ons is dit een aanwijzing dat wij in dit deel van onze opzet zijn geslaagd. Voor zover opinies onvermijdelijk zijn, namelijk bij de beoordeling van het management van de onderzochte bedrijven, hebben wij gekozen voor de weg van *objectivering* van dit oordeel. Een panel van beoordelaars 3) is bij het onderzoek betrokken. Bij de samenstelling ervan is gekozen voor deskundigen die door de aard van hun werk inzicht hebben in het management van bedrijven uit uiteenlopende branches. Hun oordelen zijn systematisch verkregen op basis van uniforme beoordelingscriteria, die vooraf op hun relevantie zijn getoetst.

* President-directeur van De Nationale Investeringsbank NV.

1) Dit artikel is gebaseerd op onderzoek door De Nationale Investeringsbank, gepubliceerd in de brochure *Koplopers en achterblijvers in de bedrijvenwereld*, 's-Gravenhage, 17 maart 1987. Het onderzoek is uitgevoerd door een team dat onder leiding stond van dr. A. van der Zwan. De heren drs. L.C.L. Bijvoet en P.F.M. Jaspers, beiden verbonden aan de Bedrijfskundige Adviesgroep van De Nationale Investeringsbank, traden op als projectleiders. Dr. J. Verhulp, hoogleraar Marktanalyse en Commerciële Economie aan de Erasmus Universiteit, gaf wetenschappelijk advies ten behoeve van de econometrische analyse. Mr. J.C.F. Bletz voerde de redactie van de NIB-brochure.

2) A. van der Zwan (red.), *Nederland in zaken; Investeren, winst en werkgelegenheid*, Utrecht/Antwerpen, 1985, blz. 8.

3) Zie voor een overzicht van de beoordelaars de NIB-brochure.

Opzet van het onderzoek

Wie wil speuren naar achtergronden van bedrijfsbeleid, komt onvermijdelijk terecht bij de *bedrijfsvergelijking*. Maar vergelijking van bedrijven levert niet automatisch inzicht op. Dit vereist grote zorgvuldigheid in het kiezen van het 'sample', van de tijdsperiode waarover de waarneming plaatsvindt en vooral ook de zuiverheid van de getrokken vergelijking.

Om een zuivere vergelijking tussen koplopers en achterblijvers te trekken, moesten als het ware 'laboratoriumcondities' worden geschapen, waarbij de invloed van toevalsfactoren, brancheverschillen, bedrijfsomvang en financiële uitgangspositie werd uitgeschakeld. Hiertoe is een bestand gevormd van 60 toonaangevende, veelal op de beurs genoteerde, ondernemingen, gespreid over 30 branches. Dit bestand werd uitgesplitst in 'tweelingen', telkens twee bedrijven die zich aan het begin van de bestudeerde periode (omstreeks 1970) in een redelijk gelijke positie bevonden. Vervolgens werd, aan de hand van de gepubliceerde cijfers, bekeken hoe het deze bedrijvenparen tot en met 1985 verging.

De aldus bestudeerde periode, 1970-1985, is om verscheidene redenen uitermate boeiend. In die jaren hebben zich immers niet alleen twee grote conjuncturele inzinkingen voorgedaan, waarop de onderneming in hun bedrijfsvoering het antwoord moest vinden, ook aan structurele verschuivingen in de marktverhoudingen waarop de bedrijven moesten inspelen, was in die periode geen gebrek. Loonexplosies, exorbitante rentestijgingen, oliecrises en de opmars van Japan c.s. vormen slechts een greep. Zonder overdrijving kan gesteld worden dat de omstandigheden gedurende de periode 1970-1985 hoge eisen hebben gesteld aan het management.

Door combinatie van de navolgende elementen menen wij een, althans voor Nederland, unieke onderzoeksoepzet te hebben gecreëerd:

- toespising van de bedrijfsvergelijking op verschillen die kunnen worden toegeschreven aan het gevoerde beleid;
- objectivering van het oordeel door het gebruik van harde cijfers, aangevuld met deskundige oordelen over het management;
- uitsluiting van toevalsfactoren door spreiding van het waarnemingsmateriaal over dertig branches en hantering van een lange waarnemingsperiode;
- toepassing van *econometrische onderzoekstechnieken* ten einde antwoord te vinden op vragen naar causaliteit en effectiviteit met betrekking tot enkele sleutelfactoren uit ons onderzoek.

Tweelingen groeien uiteen

Zoals gezegd bevonden de dertig bedrijvenparen zich bij het begin van ons onderzoek in een redelijk gelijke uitgangspositie. Tabel 1 bevat de voornaamste kengetallen. De vergelijkbaarheid in financieel-economisch opzicht wordt er treffend door geïllustreerd.

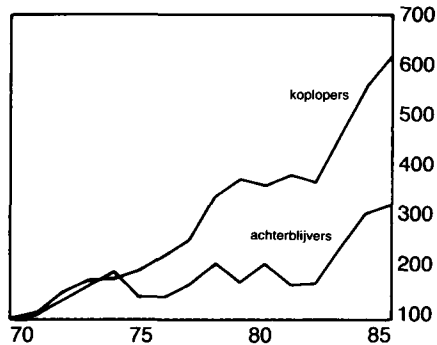
Voor zover sprake is van verschillen in uitgangspositie, stonden de dertig ondernemingen die, op grond van hun

Tabel 1. Gemiddelde kengetallen per onderneming, 1970-1972

	Achterblijvers	Koplopers
Cash flow (in mln. gld.)	16,1	11,5
Investerings (in mln gld.)	13,2	10,9
Netto winst plus rentelasten/balanstotaal (%)	5,0	5,4
Eigen vermogen/balanstotaal (%)	37,6	35,7

resultaten gedurende vijftien jaar, zijn ingedeeld in de subgroep achterblijvers, er aan het begin van de onderzoeksperiode zelfs iets beter voor dan de bedrijven die zich tot koploper ontwikkelden. Deze begonnen dus met een lichte handicap, maar al vrij spoedig werden de rollen omgedraaid. Figuur 1 geeft dit weer aan de hand van de gemiddelde cash flow.

Figuur 1. Indexcijfers cash flow, 1970 = 100



Het uit elkaar groeien van de 'tweelingen' is zo manifest en gebeurt over zo'n breed front - 30 branches - dat we van een opmerkelijke bevinding kunnen spreken. De twee subgroepen vertonen na enige jaren duidelijke verschillen in de marktpositie. Het is plausibel dat de veranderingen in cash flow die in eerste instantie het gevolg zijn van uiteenlopende maten van innovatie, diversificatie en dergelijke, zijn te herleiden tot verschillen in ondernemingsbeleid. Wij komen hierop terug bij de bespreking van het investeringsverloop, als best kwantificeerbare afgeleide van dit beleid.

Om nu de betrouwbaarheid van de uitkomsten in figuur 1 te toetsen, gaan wij na in hoeverre andere zogenaamde performance-karakteristieken een zelfde beeld vertonen. Het cash-flowverloop gaat na 1975 sterk uiteen, zoals blijkt uit figuur 2. De subgroep koplopers heeft in de periode 1975-1985 een gemiddelde groei van 12,5%, de achterblijvers groeien gemiddeld slechts 3,1%.

In figuur 3 relateren wij de cash flow aan het balanstotaal. Het resulterende kengetal geeft een goed inzicht in het cash-flowgenererend vermogen. De succesvolle bedrijven vertonen een licht stijgende trend, bij de achterblijvers genereert het geïnvesteerde vermogen steeds minder cash flow. Na de tweede oliecrisis (1982) treedt een licht herstel in.

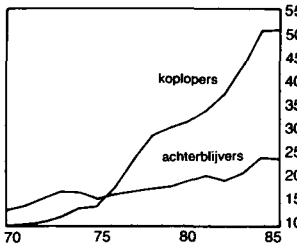
Wij vinden een zelfde beeld terug in een hiermee verwant kengetal, namelijk het basisrendement (zie figuur 4). Dit ligt voor beide subgroepen in het begin van de jaren zeventig op een vergelijkbaar niveau. Divergentie treedt al snel op en blijft in de loop der jaren doorgaan.

Het rendement op het eigen vermogen (zie figuur 5) vertoont een vergelijkbare ontwikkeling. De gevoeligheid voor marktfluctuaties spreekt boekdelen. Het was te verwachten dat bedrijven met een relatief gering rendement veel gevoeliger zouden zijn voor hefboomeffecten dan sterkere bedrijven. Figuur 5 geeft dit inderdaad duidelijk weer. Er is niet alleen sprake van een aanzienlijk niveauverschil, de winstfluctuaties bij de achterblijvers zijn veel groter. Economische recessies leiden al gauw tot een onvoldoende rendement op het eigen vermogen. De koplopers voelen recessies natuurlijk ook, maar doordat hun buffers sterker zijn, zijn ze beter in staat hun winstverloop te stabiliseren.

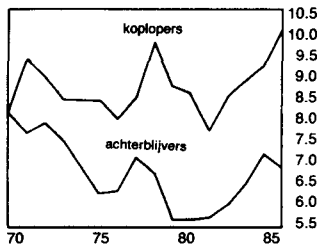
Cash flow en investeringen

Als we uitgaan van een verband tussen cash flow en investeringen, ligt de verwachting voor de hand dat succesvolle bedrijven een hoger investeringsniveau hebben en daarom in staat zijn een hogere cash flow te genereren.

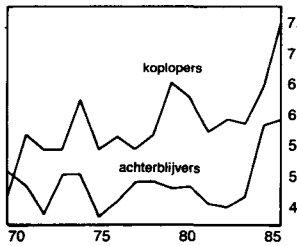
Figuur 2. Gemiddelde cash flow in mln. gld.



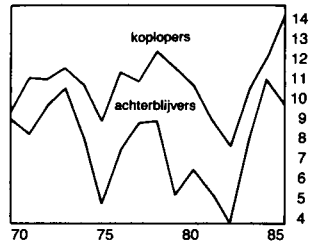
Figuur 3. Cash flow als percentage van totaal vermogen



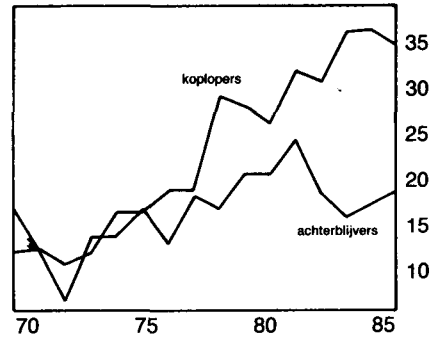
Figuur 4. Netto winst plus rentelasten als percentage van totaal vermogen



Figuur 5. Netto winst als percentage van eigen vermogen



Figuur 6. Gemiddelde investeringen in mln. gld.



Tabel 2. Cash flow/investeringen

	Koplopers	Achterblijvers
1978	1,83	1,77
1979	1,42	1,24
1980	1,35	1,16
1981	1,71	1,24
1982	1,78	1,73
1983	1,88	1,45
1984	2,27	1,77
1985	2,07	1,64

Op zich zelf is dit ook wel waar. Het verrassende is echter dat pas na een reeks van jaren sprake is van een markant onderscheid in investeringsniveau. Terwijl de cash-flow-niveaus van beide subgroepen al vanaf 1978 significant verschillen (figuur 1), weten de achterblijvers gedurende circa tien jaar hun investeringsniveau op hetzelfde peil te handhaven als de koplopers (zie figuur 6). Pas na 1982 klappen hun investeringen in elkaar. De vraag hoe de achterblijvers het klaarspeelden hun investeringsniveau zo lang te handhaven wordt beantwoord in tabel 2.

Rekening houdend met ander beslag op de cash flow, zal de verhouding cash flow-investeringen globaal ten minste 1,5 moeten bedragen, wil een bedrijf zijn investeringen zelf kunnen financieren. De koplopers lukt dit bijna steeds, de achterblijvers laten met name in de jaren 1979-1981 zeer ongezonde ratio's zien. In hun poging het investeringsniveau van de sterkere bedrijven te volgen, zijn zij, uit financieel oogpunt, overinvesteerd geworden. Hun investeringen genereerden onvoldoende cash flow, zodat zij zich gedwongen zagen vreemd vermogen aan te trekken om de wedloop vol te houden.

Langdurig overinvesteren is uiteraard een riskante zaak. Ten einde de achtergronden van dit gedrag op te sporen, hebben wij onderzocht hoe de achterblijvers investeerden. Figuur 7 wijst uit dat zij het vooral zochten in het opvoeren van de kapitaalintensiteit. Dit blijkt ten overvloede uit de ontwikkeling van de totale loonsom. Bij koplopers stijgt deze over de gehele beschouwde periode gemiddeld met 11% per jaar, terwijl deze stijging bij achterblijvers tot 4,9% per jaar beperkt blijft. Uitgaande van een zelfde loonsomstijging per werknemer (conform het landelijk gemiddelde) zouden koplopers hun werkgelegenheid over de beschouwde periode hebben zien stijgen met 120%, tegen een daling met 10% bij achterblijvers.

Koplopers hebben dus meer in mensen geïnvesteerd, achterblijvers meer in kapitaalgoederen. Het is overigens goed hierbij in het oog te houden dat de genoemde werkgelegenheidseffecten zich niet in deze omvang in Nederland behoeven te hebben voorgedaan. De onderzochte bedrijven zullen zeker ook in het buitenland hebben geïnvesteerd. Het zou interessant zijn in een vervolgonderzoek vast te stellen in hoeverre hier ook verschillen zijn opgetreden tussen koplopers en achterblijvers.

Voor een juiste interpretatie van deze uitkomsten is het goed er aan te herinneren dat over de door ons beschouw-

de periode (1970-1985) de kosten van arbeid, evenals die van energie trouwens, een belangrijke stijging hebben ondergaan. De achterblijvers hebben kennelijk gepoogd in hun resultatenontwikkeling bij te blijven door de kosten van arbeid door middel van diepte-investeringen te drukken. Waarschijnlijk geldt hetzelfde voor de kosten van energie. Hiertoe heffen zij (te) overwegend geïnvesteerd in procesverbetering.

De succesvolle bedrijven vertonen een ander investeringspatroon door meer in de breedte te investeren, wat inhoudt dat zij zich ook hebben toegelegd op markt- en productinnovatie. Deze stelling wordt ondersteund door figuur 8, waarin het verloop van de bruto-marge staat weergegeven. De bruto-marge van koplopers neemt sterk toe, terwijl dit kengetal voor de achterblijvers over vrijwel de gehele periode een trendmatige, zij het geringe daling laat zien. De grotere spreiding van kerninvesteringen maakt koplopers minder kwetsbaar voor conjunctuur- en bezettingsfluctuaties en maakt hen tot meer innovatieve bedrijven.

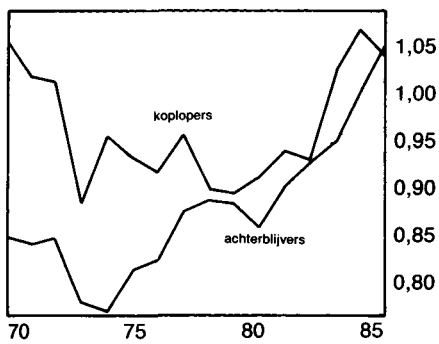
De effectiviteit van de investeringen

Wanneer de sleutel zit in het investeringsgedrag, valt te verwachten dat de investeringen van koplopers een hogere cash flow genereren. Zulks blijkt inderdaad uit figuur 9.

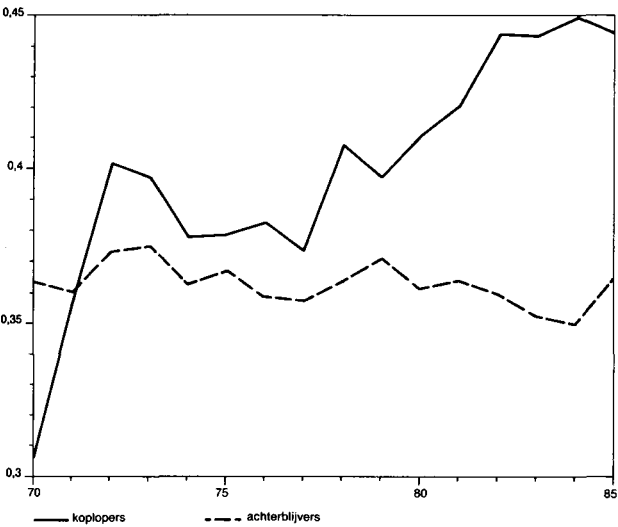
Om de effectiviteit van de investeringen nader te onderzoeken, hebben wij aangeknoopt bij de doorwerking in de cash flow. Van betere investeringen mag een groter doorwerkingseffect worden verwacht, dat langer aanhoudt. Het bovengeschetste verschil in investeringsgedrag verklaart waarom de investeringen van de koplopers langer doorwerken. Markt- en productinnovaties hebben immers een langduriger effect dan procesinnovaties, die door vele bedrijven min of meer gelijktijdig worden ingevoerd en zich derhalve minder lenen tot het creëren van een duurzaam concurrentievoordeel.

De kwaliteit van de investeringen is kwantitatief gemeten met behulp van een econometrisch model, waarbij zowel momentane als vertraagde effecten zijn geanalyseerd (zie appendix). De combinatie van deze effecten kan worden uitgedrukt in een elasticiteit. Een bevestiging dat de koplopers effectiever investeren dan de achterblijvers

Figuur 7. Duurzame produktiemiddelen ten opzichte van arbeidskosten



Figuur 8. Bruto-marge ten opzichte van de omzet (bruto-marge = omzet minus kosten van grond- en hulpstoffen)



wordt gevonden als:

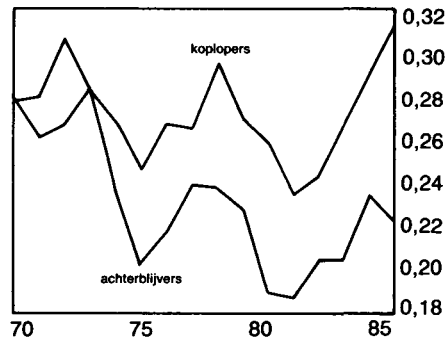
- het momentane verband tussen hun investeringen en de cash flow overtuigender is;
- sprake is van duurzamere effecten. Beide effecten resulteren samen in een elasticiteit die naar verwachting bij de koplopers hoger zal liggen dan bij de achterblijvers.

Het model toonde aan dat het momentane effect van investeringen bij de koplopers reeds aanzienlijk hoger ligt dan bij de achterblijvers, terwijl bij hen inderdaad sprake is van duidelijke doorwerkingseffecten. Bij de achterblijvers is alleen onmiddellijke invloed op de cash flow waar te nemen. Bovendien is de correlatie hier bedenkelijk laag. Te zamen genereren de beide effecten bij de koplopers gemiddeld een tweemaal zo hoge cash flow per geïnvesteerde eenheid als bij de achterblijvers: de elasticiteit is bij de kopgroep meer dan 1, bij de achterblijvers minder dan 0,5.

De managementfactor

Waarom ligt het nu dat de succesvolle bedrijven effectiever investeren? Na de econometrische toetsing van de investeringskwaliteit, hebben wij aanvullend getracht verklarende factoren op te sporen met behulp van de delphi-methode. Eerst zijn door een panel van deskundigen de vijf belangrijkste criteria vastgesteld voor het voeren van een effectief (investerings)beleid. Als zodanig werden aangewezen:

Figuur 9. Cash flow ten opzichte van duurzame produktiemiddelen



- *consistentie in beleid.* Beleidslijnen en plannen worden consequent aangehouden en kennen in de tijd een logisch verband. Dit betekent overigens niet dat onder alle omstandigheden stringent wordt vastgehouden aan de plannen;
- *gezonde behoudendheid bij de financiering van investeringsprojecten.* Hiermee wordt bedoeld dat investeringsprojecten zoveel mogelijk uit de cash flow dan wel door het aantrekken van eigen vermogen worden gefinancierd;
- *investeringen binnen c.q. sterk aansluitend bij de kernactiviteiten van de onderneming (zogenaamde 'core business').* Het 'schoenmaker blijf bij je leest'-principe, in onze interpretatie op te vatten als enerzijds het op peil houden van de 'core business' en anderzijds deze vernieuwen door middel van gerelateerde activiteiten;
- *creëren van een breed managementdraagvlak binnen de onderneming.* Dit criterium heeft betrekking op de kwaliteit van functionarissen uit het hogere en middenkader;
- *ondernemersvisie.* Hiermee wordt de combinatie van ondernemerschap en visie bedoeld.

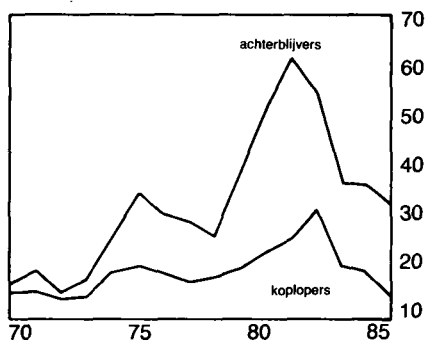
Van deze criteria is er één, gezonde behoudendheid bij de financiering van investeringsprojecten, ook in objectieve zin te toetsen. Figuur 10 toont dat bij de achterblijvers een veel groter deel van de inkomsten moet worden besteed aan rentelasten. Het percentage rentelasten ten opzichte van bedrijfsresultaat en afschrijvingen is, ondanks de conjuncturele verbetering, in 1985 nog steeds te hoog (33%). Uit figuur 11 blijkt dat de rentelasten ook absoluut te hoog zijn. Achterblijvers hebben veel meer vreemd vermogen moeten aantrekken om hun investeringen te financieren.

Financiële behoudendheid blijkt aldus een hard criterium om koplopers te onderscheiden van achterblijvers. De bovenstaande figuren tonen hoe een slechte ontwikkeling haar eigen dynamiek krijgt: de rentelasten leggen een steeds groter beslag op het bedrijfsresultaat en leiden tot een uitholling van de vermogenspositie die onomkeerbaar dreigt te worden. Voor de succesvolle bedrijven geldt het tegendeel. Doordat de rentelasten naar verhouding laag zijn, hebben zij ruimte investeringen uit eigen middelen te financieren, met duidelijk positieve invloed op de cash flow.

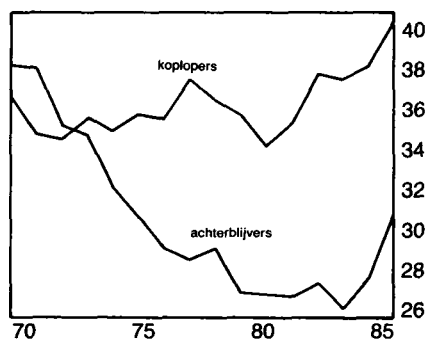
De andere criteria zijn niet op een dussdanige manier objectief te kwantificeren. Om ze toch te operationaliseren is aan een tweede panel van deskundigen uit de financiële wereld gevraagd de bedrijven stuk voor stuk te beoordelen aan de hand van de vijf aangewezen criteria. Zij waren hierbij niet op de hoogte van onze indeling koplopers - achterblijvers. Ten einde hun oordeel niet te beïnvloeden kregen zij ook geen inzicht in onze kwantitatieve gegevens.

Deze beoordeling is gegeven onder garantie van vertrouwelijkheid en de individuele oordelen, zowel van per-

Figuur 10. Rentelasten als percentage van bedrijfsresultaat plus afschrijvingen



Figuur 11. Eigen vermogen als percentage van totaal geïnvesteerd vermogen



sonen als ten aanzien van bedrijven, zijn niet te identificeren. Dit was ook niet nodig, want het ging ons immers om het traceren van wetmatigheden die in statische overzichten zijn weer te geven en niet om het persoonlijke oordeel als zodanig.

De beoordeling geschiedde aan de hand van de volgende vraag: in hoeverre acht u voor het bedrijf genoemde criteria van toepassing in verhouding tot andere bedrijven in dezelfde bedrijfstak(ken)? De mogelijke scores liepen van zwak tot sterk. Zwak is hierbij met een 0 gewaardeerd, sterk met een 4. De gemiddelde waarde is een gewogen gemiddelde van de vijf criteria, gebaseerd op beoordelingen van de deskundigen die deze criteria hebben geselecteerd. In figuur 12 zijn de uitkomsten van de twee subgroepen weergegeven. Hieruit blijkt dat alle geselecteerde criteria voor de sterke bedrijven een aanmerkelijk hogere waarde opleveren dan de zwakkere.

De verschillen komen goed tot uiting wanneer de uitkomsten worden getransformeerd tot een rapportcijfer op een schaal 0-10 (zie tabel 3). De goede bedrijven scoren op alle criteria een voldoende, de slechte bedrijven een onvoldoende.

Alvorens tot conclusies te komen, is een kanttekening bij deze uitkomsten op zijn plaats. Hoe zorgvuldig deze oordelen ook zijn verkregen, de realiteit gebiedt te onderkennen dat zij *achteraf* gegeven zijn. Dat wil in concreto zeggen dat de deskundigen (globaal) op de hoogte waren van de cijfermatige performance van de bedrijven en hierop in hun oordeel kunnen zijn afgegaan. In dit geval zouden deze oordelen in feite niets toevoegen aan wat wij reeds gezien hebben.

Aan het feit dat het oordeel achteraf tot stand kwam, valt uiteraard niets te veranderen. Wel valt vast te stellen in hoeverre stereotypering de beoordelaars parten heeft gespeeld. Zouden beoordelaars zich hebben laten leiden door de zichtbare performance, dan zou men verwachten dat het management van koplopers in alle opzichten beter wordt beoordeeld dan dat van achterblijvers. Bij nadere inspectie van het materiaal blijkt dit geenszins het geval. Slechts in de helft van alle paren worden koplopers qua

management over de hele linie beter beoordeeld dan achterblijvers. In een kwart van de gevallen valt dit oordeel in overwegende mate ten gunste van de koplopers uit, maar hier staat tegenover dat eveneens in een kwart van de gevallen koplopers niet beter c.q. minder worden beoordeeld dan achterblijvers. Deze resultaten laten dus zien dat de deskundigen zich bij hun oordeel tevens door andere overwegingen hebben laten leiden en niet alleen door de zichtbare performance.

Ook de consistentie in het oordeel van de deskundigen is in dit verband van belang. Er zijn drie groepen deskundigen ingeschakeld, te weten journalisten, bankiers en beleggers. Deze groepen stemmen overeen bij het aanwijzen van de grootste verschillen tussen koplopers en achterblijvers: het zijn dezelfde karakteristieken waarop de tweelingen de grootste verschillen laten zien.

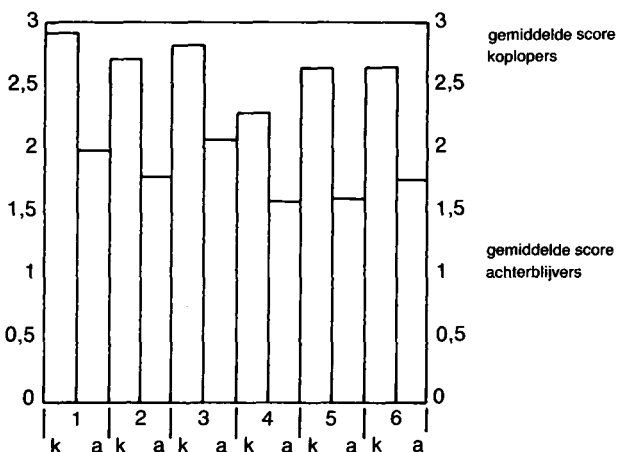
Al met al komen wij tot de conclusie dat de gegeven oordelen gefundeerd zijn en inzicht toevoegen aan de uitkomsten van de cijfermatige analyse. De boven vermelde uitkomsten wijzen uit dat de gekozen criteria inderdaad geëigend zijn om goede van slechte ondernemingen te onderscheiden en bevestigen de uitkomsten van ons eerdere onderzoek.

Conclusies

In dit onderzoek is nagegaan wat succesvolle bedrijven kenmerkt ten opzichte van achterblijvers. Hierbij zochten wij naar een onderscheid op grond van harde cijfers, zonder tamelijk vage begrippen als verschil in 'bedrijfscultuur' te hanteren. Studie van een bestand van zestig ondernemingen, gespreid over dertig branches, wees uit dat de meer succesvolle helft, onder overigens gelijke condities, gedurende vijftien jaar een duidelijk hogere cash flow bereikte. Het ging hier niet om nuanceverschillen, doch om een markant verschil in prestaties. De cash flow bleek een betrouwbare maatstaf voor de performance. De bedrijven met een structureel hogere cash flow deden het ook naar andere maatstaven beter dan de achterblijvers.

De werkhypothese dat de cash flow wordt bepaald door de investeringen, werd bevestigd. Hierbij gaat het echter niet om de hoogte van de investeringen alleen: gedurende vele jaren lagen de investeringsuitgaven van koplopers en achterblijvers zelfs op een vergelijkbaar niveau. Succesvolle bedrijven investeren vooral anders; zij financieren

Figuur 12. Scores ten aanzien van de succescriteria



- a) Succescriteria:
1. consistentie in beleid;
 2. financiële behoudendheid;
 3. investeren in 'core business';
 4. breed management draagvlak;
 5. ondernemersvisie;
 6. gemiddelde waarde.

Tabel 3. Scores ten aanzien van de succescriteria

	Achterblijvers	Koplopers	Vershil
Consistentie in beleid	4,75	7,00	2,25
Financiële behoudendheid	4,25	6,50	2,25
Investeren in 'core business'	5,00	7,00	2,00
Breed management draagvlak	4,00	5,50	1,50
Ondernemersvisie	4,00	6,50	2,50
Gemiddelde waarde	4,25	6,50	2,25

meer uit eigen middelen, zij investeren minder overwegend in kapitaalgoederen, maar besteden ook aandacht aan markt- en produktinnovatie. Zij investeren hierdoor vooral effectiever, dat wil zeggen, hun investeringen genereren een hogere cash flow en leiden tot duidelijk aantoonbare doorwerkingseffecten.

De zwakkere bedrijven proberen vooral bij te blijven door hun arbeids- en energiekosten te drukken door middel van kapitaalintensivering, die veelal extern wordt gefinancierd. Hierdoor maken zij zich kwetsbaar. Niet alleen dragen zij een aanzienlijke rentelast, de aard van hun investeringen brengt met zich mee dat minder nieuwe cash flow per geïnvesteerde eenheid wordt gegenereerd dan bij de sterke subgroep. Afhankelijk van het conjunctuurverloop kan aldus bij de achterblijvers een uitholingsproces ontstaan dat hen noodzaakt telkens opnieuw een toevlucht te nemen tot externe financiering.

Waarom gaan zij dan zo te werk, kan men zich afvragen? De gedragslijn van achterblijvers is toe te schrijven aan een complex van oorzaken, dat nog het beste te typeren valt als een proces van afglijden. Het begin van de verslechtering ligt voor de meeste achterblijvers bij de conjuncturele inzinking uit 1975, die geen vertraging van de groei, maar voor het eerst na de oorlog economische teruggang liet zien. Vele bedrijven hadden in dat jaar te kampen met een terugval in hun omzet en rendement. Ook onder de (latere) koplopers zijn er verschillende die deze gevolgen ondervonden; zij hebben zich nadien evenwel hersteld, terwijl de (latere) achterblijvers juist toen de beslissende kleerscheuren opliepen. Herstelvermogen is kennelijk een essentiële karakteristiek van goed management.

Eenmaal in de situatie geraakt waarin de resultaten jaren achtereen teleurstellen, komt het management van achterblijvers onder grote druk te staan om met plannen en prognoses te komen die een substantiële verbetering van de gang van zaken laten zien. De direct betrokkenen als aandeelhouders en personeel oefenen van nature deze druk uit, maar ook commissarissen en financiers die hun risico's zien toenemen, ontkomen er veelal niet aan het hunne hiertoe bij te dragen. De verplichte 'sprong voorwaarts' brengt het management in een situatie van stress die niet bevorderlijk is voor een evenwichtige aanpak van het herstel. Licht hier niet een kern van het vraagstuk?

De betekenis van goed management – met ondernemersvisie, consistentie in beleid en gezonde financiële behoudendheid als voornaamste criteria – is door de achterblijvers, mogen wij aannemen, niet met opzet of als gevolg van louter onbekwaamheid genegeerd. Als achterblijvers er toch niet in geslaagd zijn deze betrekkelijk algemene uitgangspunten tot de hunne te maken, wat heeft hen dan hiervan afgehouden?

Laten wij de succescriteria nalopen, te beginnen met gezonde financiële behoudendheid. Wat heeft achterblijvers bewogen om bij hun financiering zoveel risico's te nemen? Om dit beleid te kunnen begrijpen, moet men twee voor achterblijvers geldende omstandigheden in het oog houden. Als gevolg van hun matige resultaten hadden achterblijvers geen (goede) mogelijkheden om risicodragende middelen aan te trekken en moesten zij dus wel vertrouwen op de verwerving van rentedragend vermogen. Hiermee hangt nauw samen dat het voor achterblijvers, met hun matige rendement op het totale vermogen, aantrekke-



Koplopers of achterblijvers?

(foto ANP)

lijke kanten had om – gebruik makend van *hefboomeffect* – het getoonde rendement op eigen vermogen te flatteren. De figuren 4 en 5 laten in combinatie zien dat achterblijvers met dit beleid aanvankelijk redelijk succesvol waren. De risico's werden aan het eind van de jaren zeventig pas goed zichtbaar, toen de rentestand begon op te lopen, om in 1982 een climax te bereiken. Achteraf is duidelijk dat de door achterblijvers gevolgde gedragslijn onverstandig is geweest, maar in de jaren zeventig werd hierover in brede kring anders gedacht en werd er tegen deze risico's anders aangekeken.

Wij komen nu aan de beide andere succescriteria, ondernemersvisie en consistentie. Op grond van het gebleken markante verschil in investeringsgedrag is het verleidelijk om het eveneens scherp differentiërende criterium ondernemersvisie specifiek in verband te brengen met het tijdig onderkennen door het management van profijtelijke produkt-marktcombinaties die voor de onderneming aantrekkelijke debietsverruiming betekenen. Deze lijn doortrekkend, zou aan het criterium consistentie specifiek het vasthouden aan een eenmaal gekozen nieuwe investeringsrichting gegeven kunnen worden. Figuur 8, waarin de marge-ontwikkeling staat weergegeven, laat niet alleen zien hoe het verschil in investeringsgedrag uitpakt, maar tevens dat er jaren voor nodig zijn om profijt te trekken van het verzetten van de bakens zoals koplopers dit hebben gedaan. En dat in de jaren dat de ondernemingen geconfronteerd werden met aanzienlijke stijgingen van arbeidskosten en energielasten. Voor ondernemingen met een toch al matig basisrendement betekenden deze kostenstijgingen een acuut gevaar voor hun rendementspositie.

Dat onder die omstandigheden door het management is gekozen voor rationalisatie-investeringen die het acute gevaar rechtstreeks leken te bezweren, kan op zijn minst begrip wekken. Ook weer achteraf gezien, valt het niet moeilijk om de beoordelingsfout aan te wijzen. De rendementsprojecties die ongetwijfeld ten grondslag hebben gelegen aan het besluit tot het plegen van de rationali-

satie-investeringen, zullen mank gegaan zijn aan de hierin veelal gehanteerde *ceteris-paribus* clausule. De voorziene kostenverlagingen zullen wel (goedgelees) uitgekomen zijn, maar de hieraan gekoppelde margeverbeteringen zijn uitgebleven. Het vrij algemene karakter van zulke investeringen brengt het gevaar met zich mee dat de kostenvoordelen door onderlinge concurrentie noodgedwongen worden doorgegeven aan de afnemers. Een dergelijk concurrentiegedrag wordt in de hand gewerkt door conjuncturele teruggang zoals die zich begin jaren tachtig manifesteerde. Hoe hoger de kapitaalslasten, hoe kwetsbaarder de onderneming wordt voor onderbezetting. De figuren 10 en 11 laten de dan optredende consequenties zien. Op het moment van beslissen stonden de achterblijvers evenwel voor een op zijn minst moeilijk afwegingsprobleem, namelijk te kiezen uit het snel bezweren van de acute aanslag op hun rendementspositie tegenover de langere weg van rendementsverbetering door debietsverruiming.

In hoeveel 'board rooms' zal anno de jaren zeventig dit afwegingsproces in zijn volledige draagwijdte zijn onderkend? Hoeveel raden van commissarissen zullen voor het gevaar hebben gewaarschuwd van verder afglijden indien de veronderstellingen waarop de investeringen stoelden, niet zouden worden bewaarheid? Achterblijvers zijn bij afwegingsprocessen als de onderhavige, objectief gezien in een apert moeilijker positie dan koplopers, juist omdat zij in een tijds-klem zitten.

Het zou al te gemakkelijk zijn om te suggereren dat het proces van afglijden berust op het negeren van voor iedereen duidelijke wijsheden, of op louter onbekwaamheid. Integendeel, dit proces berust op een zekere *interne logica*, zoals doorgaans met vicieuze cirkels het geval is. Is er dan nog een uitweg?

Voor het doorbreken van een vicieuze cirkel moet men òf het lot meehebben, dat wil zeggen herstel van de conjunctuur, òf men moet het durven laten aankomen op een *structuurbreuk*, zoals bij KBB is gebeurd. Onder die laatste omstandigheden blijken ingeslopen structuurfouten namelijk repareerbaar. De onderneming bevrijdt zich als het ware uit de tijds-klem door met aandeelhouders en schuldeisers een nieuw begin te maken en zo de weg vrij te maken voor het verzetten van de bakens.

Objectief gezien is deze oplossing, gelet op de aard van de problematiek, ongetwijfeld de meest logische en vormt zij voor de betrokkenen waarschijnlijk ook de beste remedie. Al mocht de conjunctuur (even) later ook herstellen, dan nog kan hiervan alleen maximaal profijt getrokken worden indien de onderneming op een fundamenteel andere koers is gebracht.

Dat het management van achterblijvende ondernemingen evenwel niet staat te dringen om van het paardemiddel van de structuurbreuk gebruik te maken, is evident en alleszins begrijpelijk. Nog afgezien van het openlijk moeten belijden van beleidsfouten, is het middel van de structuurbreuk moeilijk beheersbaar; voor men het weet heeft men het eigen hoofd op het schavot gelegd.

Onze studie naar koplopers en achterblijvers is er allerm minst op gericht om de laatsten met de vinger na te wijzen. Hun gedrag is niet van een zekere 'interne logica' ontbloomd, maar dit wil niet zeggen dat er geen beleidsfouten aan ten grondslag liggen. Om te kunnen leren van die tekortkomingen, moet men ze eerst empirisch in kaart brengen en er vervolgens de consequenties van laten zien. Hierop nu was onze studie met name gericht. De meest pregnante les is wel de cruciale rol die de investeringen spelen in het bedrijfsbeleid. De kwaliteit van de investeringen blijkt beslissend voor succes. Eenmaal achterop geraakt, staat een bedrijf aan sterke verleiding bloot tot geforceerde inhaalbewegingen. Maar met hun dwangmatige nadruk op de kwantiteit, zijn deze uit den boze. Het is interessant hier de kwestie op te werpen in hoeverre de WIR-premies juist ook door hun gunstige financieringseffecten achterblijvers een zet in de verkeerde richting hebben gegeven.

Ten slotte zal deze studie aan betekenis kunnen winnen als de zestig in het onderzoek betrokken ondernemingen

de komende jaren verder gevolgd worden. Zullen de koplopers van dit moment hun robuustheid opnieuw bewijzen, nu de conjunctuur verflauwt of zullen zij juist verlies aan spankracht laten zien? Zullen achterblijvers zich door fundamentele beleidsherzieningen nieuwe kansen weten te scheppen? De meeste gebieden des levens laten herkansing zien. De bekende historicus Jan Romein heeft hierop zijn 'wet van de remmende voorsprong c.q. premie van de achterstand' gebaseerd. In de nog maar kort geleden gepubliceerde studie van Peters en Waterman⁴⁾ werden bedrijven ten voorbeeld gesteld die, nu wij enkele jaren verder zijn, al een aantal deuken blijken te hebben opgelopen. Dit wijst erop dat de wet van Romein ook geldt voor koplopers en achterblijvers in de bedrijvenwereld. De toekomst zal het uitwijzen.

A. van der Zwan

4) T.J. Peters en R.H. Waterman, *In search of excellence*, Harper & Row, New York, 1982.

Appendix. Econometrische analyse

Bij sterke bedrijven zijn zowel de directe als vertraagde invloeden van investeringen op de cash flow aanzienlijk vaker significant aanwezig. Met name het verschil in beïnvloeding door investeringen van het voorafgaande jaar is frappant.

De relatie tussen investering en cash flow op bedrijfsniveau

$$CF(t) = B_0 + B_1 \cdot I(t) + B_2 \cdot I(t-1)$$

	Significantie	
	B ₁	B ₂
Koplopers	89%	58%
Achterblijvers	37%	11%

Op groepsniveau doen zich zo mogelijk nog interessantere verschillen voor. Het blijkt dat bij zwakke bedrijven alleen de momentane invloed van investeringen op de cash flow significant is (tussen haakjes zijn de t-waarden vermeld). De correlatie is hierbij echter bedenkkelijk laag.

De relatie tussen investering en cash flow op groepsniveau (achterblijvers)

$$\ln CF(t) = 1,8068 + 0,4455 \ln I(t) \\ (2,72)$$

$$R^2 = 0,34$$

$$\ln CF(t) = 1,5470 + 0,4199 \ln I(t) + 0,1280 \ln I(t-1) \\ (3,02) \quad (0,92)$$

De invloed van investeringen op de cash flow is bij de koplopers daarentegen zowel direct als vertraagd aanwezig. Er is hier sprake van een zeer hoge correlatie. We stellen vast dat de stabiliteit van de relatie op een aanmerkelijk hoger peil ligt.

De relatie tussen investering en cash flow op groepsniveau (koplopers)

$$\ln CF(t) = -0,1141 + 0,4962 \ln I(t) + 0,4301 \ln I(t-1) + 0,2090 \ln I(t-2) \\ (4,60) \quad (4,05) \quad (1,90)$$

$$R^2 = 0,96$$

Het is echter nog interessanter te constateren dat de cash-flowgenererende werking van investeringen bij sterke bedrijven ruim tweemaal zo hoog ligt als bij zwakke bedrijven. De lange-termijnelasticiteit is bij zwakke bedrijven minder dan een half, terwijl de elasticiteit bij sterke bedrijven meer dan 1 bedraagt.

De relatie tussen investering en cash flow bij koplopers op lange termijn (Koyck-model)

$$\ln CF(t) = 0,1103 + 0,7359 \ln CF(t-1) + 0,2740 \ln I(t) \\ (7,34) \quad (2,32)$$

$$R^2 = 0,98$$

Lange termijn elasticiteit: 1,037

waarbij:

CF(t) : cash flow in jaar t

I(t) : investeringen in jaar t

ln : natuurlijke logaritme

R² : correlatie-coëfficiënt